

## 数通市场迎拐点，电车智能助成长

### ——沪电股份(002463.SZ)首次覆盖报告

#### 报告要点:

#### ● 深耕行业三十载，PCB行业领跑者

公司依托在 PCB 行业 20 余年的雄厚积累，成为行业内的龙头企业之一。公司股权激励力度较大，彰显公司发展信心，有利于增强凝聚力。在疫情、国际形势、原材料涨价等大背景下业绩承压，但公司积极调整，未来随着数通+智能汽车行业的高景气，公司业绩有望持续乘风破浪。

#### ● 基站方面需求平稳，数通市场量价齐升，通信 PCB 行业发展迎新机遇

量方面：2022 年，我国已正式启动“东数西算”工程，全球范围内大型云服务和互联网厂商对数据中心基础设施的投资也不会停滞。2021 年，全球数据中心市场规模达到 765.6 亿美元，同比增长达到 13.5%。2021 年中国云计算市场规模达 3229 亿元，同比增长 54.4%，其中，公有云规模增长达 70.8%至 2181 亿元。价方面：服务器平台升级，要求 PCB 板层数增加，性能提升。英特尔和 AMD 宣布将在下一代服务器处理器应用 PCIE5.0 以满足 AI 和云端应用对超高带宽的需求，PCB 板作为承载服务器内各种走线的关键基材，需要提高相应性能以适应服务器升级，价值量提高。

#### ● 公司凭借多年行业深耕和高技术护城河有望受益于汽车智能化趋势

汽车行业正在经历电气化、智能化和网联化等多种颠覆性趋势变化，随着越来越多的电子技术应用到汽车系统，每辆车所含 PCB 比率也在持续增长。汽车智能化趋势明确，2022 年无人驾驶汽车市场规模将达 100.4 亿元，后续保持高速增长；2019-2025 年新上市车型平均屏幕数量将呈现快速增长，由 2019 年 1.62 个增长至 2025 年 2.66 个，多屏将逐渐成为新车标配；整体车联网趋势下，预计 2022 年中国车联网市场规模将达到 1637 亿元，同比增速保持在 30%上下。公司凭借着 30 年行业积累与高技术壁垒，有望持续受益

#### ● 投资建议与盈利预测

公司是 PCB 行业领军者之一，近两年业务受到上游原材料价格、汇率、疫情等因素影响有所波动，但目前持续向好，拐点已现。预计未来随着 5G 持续落地、IDC 建设推进以及汽车智能化的不断发展，将带动 PCB 量价上升，公司盈利能力有望显著提升。预计 2022-2024 年公司收入分别为 87.00 亿、103.87 亿、121.82 亿，净利润为 13.75 亿、17.86 亿、22.04 亿，对应当前股价的 PE 为 18.10、13.94、11.29。

#### ● 风险提示

原物料供应及价格波动风险、市场竞争加剧的风险、汇率波动的风险

#### 附表：盈利预测

财务数据和估值	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	7460.02	7418.71	8700.11	10387.81	12182.26
收入同比(%)	4.65	-0.55	17.27	19.40	17.27
归母净利润(百万元)	1342.81	1063.50	1375.06	1785.65	2204.47
归母净利润同比(%)	11.35	-20.80	29.30	29.86	23.45
ROE(%)	21.37	14.70	16.62	18.36	19.26
每股收益(元)	0.71	0.56	0.72	0.94	1.16
市盈率(P/E)	18.53	23.40	18.10	13.94	11.29

资料来源：同花顺 ifind, 国元证券研究所

## 增持|首次推荐

#### 基本数据

52 周最高/最低价(元): 18.4 / 9.86

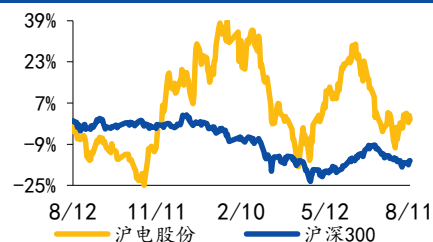
A 股流通股(百万股): 1895.66

A 股总股本(百万股): 1896.66

流通市值(百万元): 24871.07

总市值(百万元): 24884.16

#### 过去一年股价走势



资料来源: Wind

#### 相关研究报告

#### 报告作者

分析师 杨为敦

执业证书编号 S0020521060001

电话 021-51097188

邮箱 yangweixue@gyzq.com.cn

## 目 录

1.国内高端 PCB 龙头企业之一，业绩向好 .....	4
1.1 深耕行业三十载，PCB 行业领头羊 .....	4
1.2 业绩出现拐点，三费控制能力增强，毛利率稳居高位 .....	5
1.3 总体股权结构分散，股权激励彰显公司发展信心 .....	7
2.数通市场迎拐点，电车智能助成长.....	8
2.1PCB 行业规模持续增长，中国成全球领军玩家.....	8
2.2 通讯板：5G 和 IDC 建设加速，带来 PCB 业务增量.....	12
2.2.15G 方面：建设持续推进，稳中向好.....	12
2.2.2 数据中心：数通市场量价齐升，通信 PCB 行业发展迎新机遇.....	13
2.3 汽车板：智能化+网联化，驱动拉升 PCB 需求.....	15
2.3.1 智能化：自动驾驶+多屏化利好 PCB 行业发展 .....	15
2.3.2 网联化：通信模组需求带动 PCB 市场繁荣 .....	17
2.4 上游原材料成本下行，利好 PCB 厂商盈利 .....	18
3.构筑公司产品护城河，全面优化产能配置.....	19
3.1 行业壁垒较高，公司构筑护城河 .....	19
3.2 深度绑定下游客户，客户资源稳定且优质 .....	21
3.3 优化产能布局，几大工厂各司其职 .....	22
4.盈利预测与估值分析 .....	23
4.1 核心假设 .....	23
4.2 盈利预测 .....	23
5.风险提示.....	24

## 图表目录

图 1：深耕行业三十载，PCB 行业领头羊 .....	4
图 2：公司产品以企业通讯市场和汽车板块为主（2021 年） .....	5
图 3：2022 业绩出现拐点.....	6
图 4：2022 归母净利润增速由负转正.....	6
图 5：PCB 业绩稳中求进.....	6
图 6：企业通讯市场板业务仍为公司业绩主要增长点.....	6
图 7：公司三费控制能力强，彰显公司持续发展稳定性 .....	7
图 8：业务毛利率维稳 .....	7
图 9：沪电股份股权结构分散（截止 2022 年 3 月 31 日） .....	7
图 10：PCB 位于产业链中游位置.....	9
图 11：通信板块占比为 32%，是第一大板块（2021 年） .....	10
图 12：全球及中国 PCB 市场规模（产值）将持续稳定增长.....	10
图 13：全球 PCB 百强企业主要集中在亚洲地区 .....	11
图 14：我国 PCB 产值规模比重将进一步提升 .....	11
图 15：2020 年全球前十大 PCB 厂商市占率 36.22%.....	11

图 16: 2020 年中国前十大 PCB 厂商市占率 50.7% .....	11
图 17: 2021 年全国移动通信基站总数达 996 万个, 其中 4G 基站达 590 万个 .....	12
图 18: 三大运营商资本开支持续加码 .....	13
图 19: 三大运营商 5G 投资额不断增加 .....	13
图 20: 2021 年全球数据中心市场规模达到 765.6 亿美元 .....	14
图 21: 2022 年全球服务器市场的收入将达到 1117 亿美元 .....	14
图 22: 我国云计算市场持续高速增长, 公有云有望成为未来市场增长的主要动力 .....	14
图 23: 无人驾驶汽车市场规模不断扩张 .....	16
图 24: 无人驾驶汽车行业投融资金额持续增长 .....	16
图 25: 新上市车型平均屏幕数量 (单位: 个) .....	16
图 26: 目前我国处于 5G+ 车联网行业发展期 .....	17
图 27: 预计我国车联网行业渗透率持续提升 .....	17
图 28: T-BOX 市场规模预计到 2025 年有望突破 700 亿 .....	17
图 29: PCB 成本组成 .....	18
图 30: 覆铜板成本组成 .....	18
图 31: 环氧树脂现货价 .....	18
图 32: LME 铜现货价 .....	19
图 33: 2022Q1 年公司研发总额为 1.10 亿元 .....	20
图 34: 2021 年公司研发人数达到 992 人 .....	20
图 35: 2020 年沪电股份前五大客户 .....	21
图 36: 2021 年沪电股份前五大客户 .....	21
表 1: 公司主营多种 PCB 产品 .....	5
表 2: 2021 年公司董事、高级管理人员获得的股权激励情况 .....	8
表 3: PCB 分类 .....	8
表 4: 服务器平台升级, 要求 PCB 板层数增加, 性能提升 .....	15
表 5: 公司直接或间接参与多个新产品、新工艺、新项目的研发 .....	20
表 6: 几大工厂各司其职 .....	22
表 7: 盈利预测 .....	23
表 8: 相对可比公司, 沪电股份存在估值优势 .....	24

## 1.国内高端 PCB 龙头企业之一，业绩向好

### 1.1 深耕行业三十载，PCB 行业领头羊

沪士电子股份有限公司至今已成立 30 年，是国内规模最大，最具技术实力的 PCB 制造厂商之一。沪电股份原名为“昆山沪士电子有限公司”，于 1992 年在江苏省昆山市成立，是由香港碧景投资设立的外商独资企业。公司于 2003 年整体变更为股份有限公司，更名为“沪士电子股份有限公司”，2010 年在深圳证券交易所中小企业板挂牌上市。成立以来，公司一直立足于印制电路板的研发设计和生产制造，秉持“成长、长青、共利”的经营理念，专注执行既定的“聚焦 PCB 主业、精益求精”的稳定成长战略，目前拥有 160 万平方米印制电路板的生产能力，并与国内外主要客户在 PCB 主要产品领域建立了稳固的业务联系。

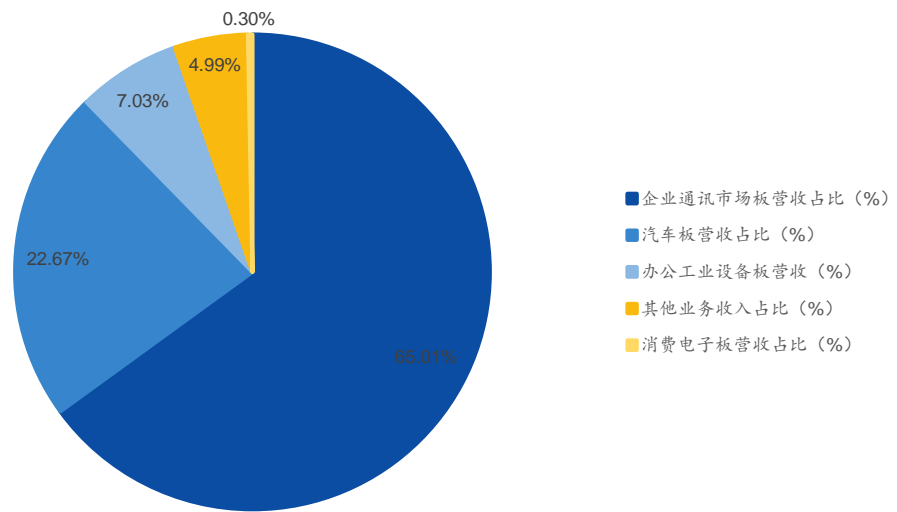
图 1：深耕行业三十载，PCB 行业领头羊



资料来源：公司官网，国元证券研究所

沪电股份主营业务为印制电路板，按照产品分类可划分为企业通讯市场板、汽车板、办公工业设备板、消费电子板和其他，以企业通讯市场板、汽车板为主。2021 年，印刷电路板业务在营收中占比达 95.14%，企业通讯市场板占比 65.01%，汽车板占比 22.67%，业务比较集中。通信方面，公司客户主要为诺基亚、华为、中兴通讯、摩托罗拉、爱立信、微软和 Meta 等巨头；汽车方面，公司客户主要为大陆汽车电子、比亚迪和特斯拉等。

图 2：公司产品以企业通讯市场和汽车板块为主（2021 年）



数据来源：同花顺 Ifind, 国元证券研究所

表 1：公司主营多种 PCB 产品

序号	产品类别	用途	客户
1	企业通讯市场板	移动通讯基站、天线、程控交换机、路由器、转换器、服务器等大型通讯设备	华为、中兴通讯、诺基亚、爱立信、朗讯、微软和 Meta 等
2	办公及工业设备板	打印机、复印机、工控机、电源、测试仪、半导体检测机等	夏普等
3	汽车板	汽车控制装置、感应器、电子钥匙、汽车多媒体、ABS 装置、电子控制单元等	大陆汽车电子、比亚迪、特斯拉等
4	航空航天板	飞机	美国 NADCAP
5	消费电子板	游戏机、手机、蓝牙耳机、汽车定位系统	索尼等
6	其他	客户要求制作的各类 PCB 样品	

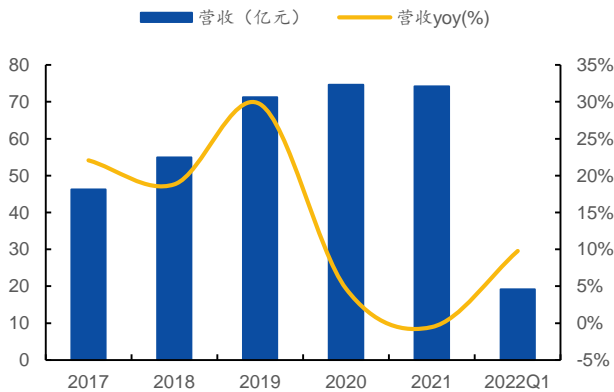
资料来源：公司招股说明书，公司官网，OFweek，国元证券研究所

## 1.2 业绩出现拐点，三费控制能力增强，毛利率稳居高位

疫情、美元贬值、芯片短缺使公司业绩承压，22 年缓慢回暖。2020-2021 年，受疫情影响，市场需求明显下滑，同时由于产品主要外销至国外市场，美元贬值也一定程度影响到公司主营业务收入，尽管高速网络设备和数据中心相关 PCB 产品的潜在需求旺盛，但由于全球芯片供应短缺、特定组件的供应限制以及海外客户实施地缘区域风险分散战略，2021 年公司高速网络设备和数据中心等应用领域的 PCB 产

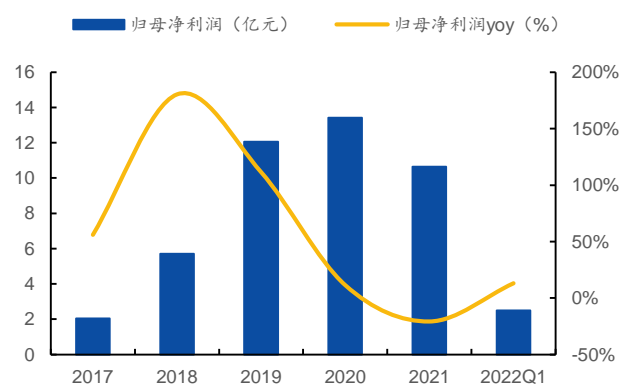
品需求受到较大抑制。进入 2022 年后，美元缓慢升值，芯片问题得到缓解，各 PCB 产品应用场景需求释放，公司业绩缓慢上升。2022Q1 公司实现营收 19.17 亿元，同比增速 9.77%，实现归母净利润 2.50 亿元，同比增速 13.04%。

图 3：2022 业绩出现拐点



数据来源：同花顺 Ifind, 国元证券研究所

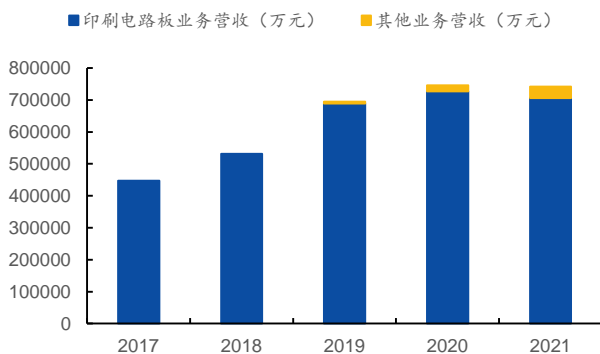
图 4：2022 归母净利润增速由负转正



数据来源：同花顺 Ifind, 国元证券研究所

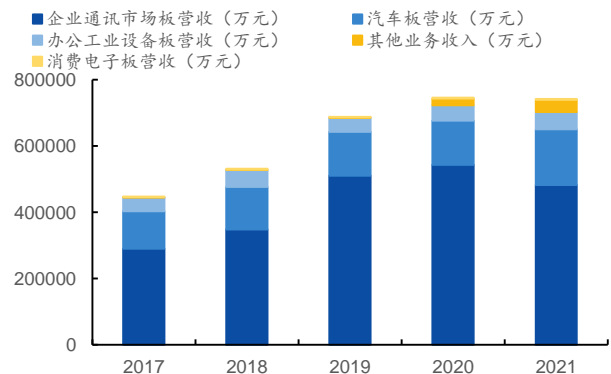
**PCB 业绩相对稳定，通讯板业务仍为主要增长点。**公司的主营业务 PCB 业绩相对稳定，2021 年实现营收 70.58 亿元，2017-2021 年实现 CAGR 为 12.07%。其中企业通讯市场板业务仍为公司业绩主要增长点，2021 年年营收高达 48.23 亿元，2017-2021 年实现 CAGR 为 13.52%，业绩稳中向上，随着服务器迭代升级，IDC 高速建设，汽车智能化进一步推进，业绩有望进一步提升。

图 5：PCB 业绩稳中求进



数据来源：同花顺 Ifind, 国元证券研究所

图 6：企业通讯市场板业务仍为公司业绩主要增长点



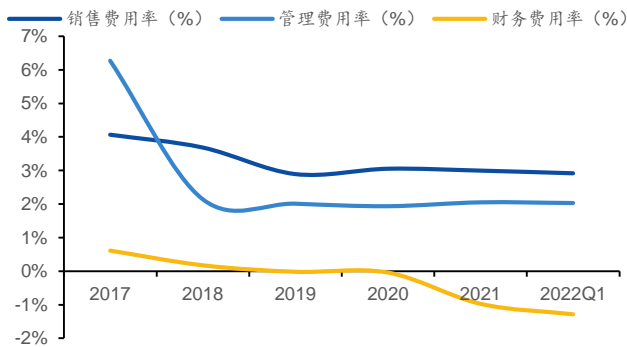
数据来源：同花顺 Ifind, 国元证券研究所

公司三费率不断下降，产品毛利率维持高位。2017 年，公司三费占营收比率 10.96%。



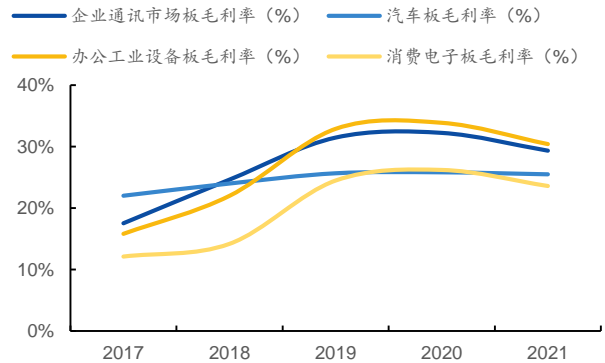
2021 年 Q1 占比仅为 3.66%，三费率持续下降，彰显公司稳中向好的发展趋势，有望持续高质量经营。公司主营业务板块的毛利率在 2017-2019 年不断提高，2020-2021 年受制于疫情、上游芯片供应不足、原材料价格上涨、美元贬值等因素，毛利率增速放缓，但仍然维持高位。2022 年，随着美元升值，以及上游芯片厂商扩大生产，芯片逐渐放量，原材料价格将下行趋势，公司毛利率有望继续提升。

图 7：公司三费控制能力强，彰显公司持续发展稳定性



数据来源：同花顺 ifind, 国元证券研究所

图 8：业务毛利率维稳

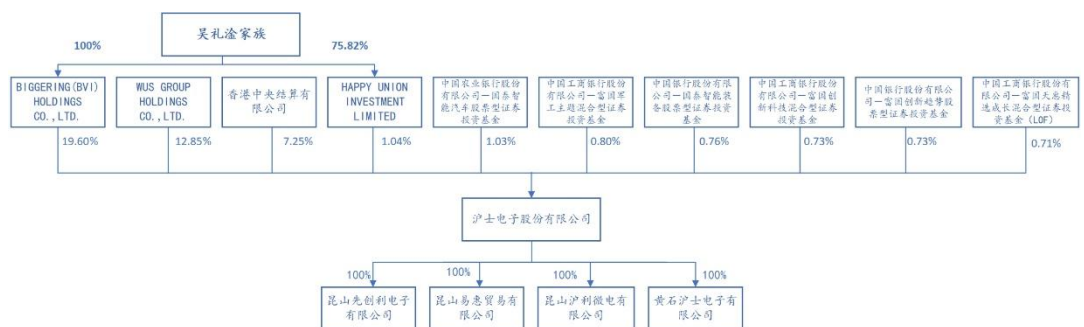


数据来源：同花顺 ifind, 国元证券研究所

### 1.3 总体股权结构分散，股权激励彰显公司发展信心

沪电股份股权结构分散，实际管理层保持稳定。吴礼淦家族为公司实际控制人，持有控股股东碧景控股有限公司的 100% 股权以及股东合拍友联 75.82% 的股权，股权结构较为分散。此外，公司实际控制管理层较为稳定，且经验丰富，公司董事长吴礼淦从 1992 年公司成立以来坚持扎根电子行业，公司多位管理者均拥有几十年以上印刷电路板行业经验。

图 9：沪电股份股权结构分散（截止 2022 年 3 月 31 日）



资料来源：同花顺 ifind, 国元证券研究所

股权激励绑定核心员工。经公司第五届董事会第二十三次会议、第五届监事会第十六次会议以及公司 2017 年度股东大会等审议通过，公司实施了限制性股票股权激励

励计划, 2018 年度公司先后分两次向 418 名激励对象授予了共 4,496.09 万股限制性股票。2019 年度公司向 134 名激励对象授予 600 万股限制性股票。经公司第六届董事会第二十次会议、第六届监事会第十七次会议以及公司 2020 年第二次临时股东大会等审议通过, 公司实施了股票期权激励计划, 2020 年度公司向 627 名激励对象授予了共 2,999.20 万份股票期权。

**表 2: 2021 年公司董事、高级管理人员获得的股权激励情况**

姓名	职务	本期已解锁股份数量 (股)	报告期末市价 (元/股)	限制性股票的授予价格 (元/股)
高文贤	董事	102000	16.58	2.29
石智忠	董事	136000	16.58	2.29
李明贵	董事会秘书	93500	16.58	2.29
朱碧霞	财务总监	68000	16.58	2.29

资料来源: 公司公告, 国元证券研究所

## 2. 数通市场迎拐点, 电车智能助成长

### 2.1 PCB 行业规模持续增长, 中国成全球领军玩家

印制电路板 (Printed Circuit Board, 简称“PCB”) 是组装电子零件用的基板, 是在通用基材上按预定设计形成点间连接及印制元件的印制板。PCB 的主要功能是使各种电子零组件形成预定电路的连接, 起中继传输作用, 是电子产品的关键电子互连件, 有“电子产品之母”之称。PCB 不仅为电子元器件提供电气连接, 也承载着电子设备数字及模拟信号传输、电源供给和射频微波信号发射与接收等业务功能, 绝大多数电子设备及产品均需配备。

**表 3: PCB 分类**

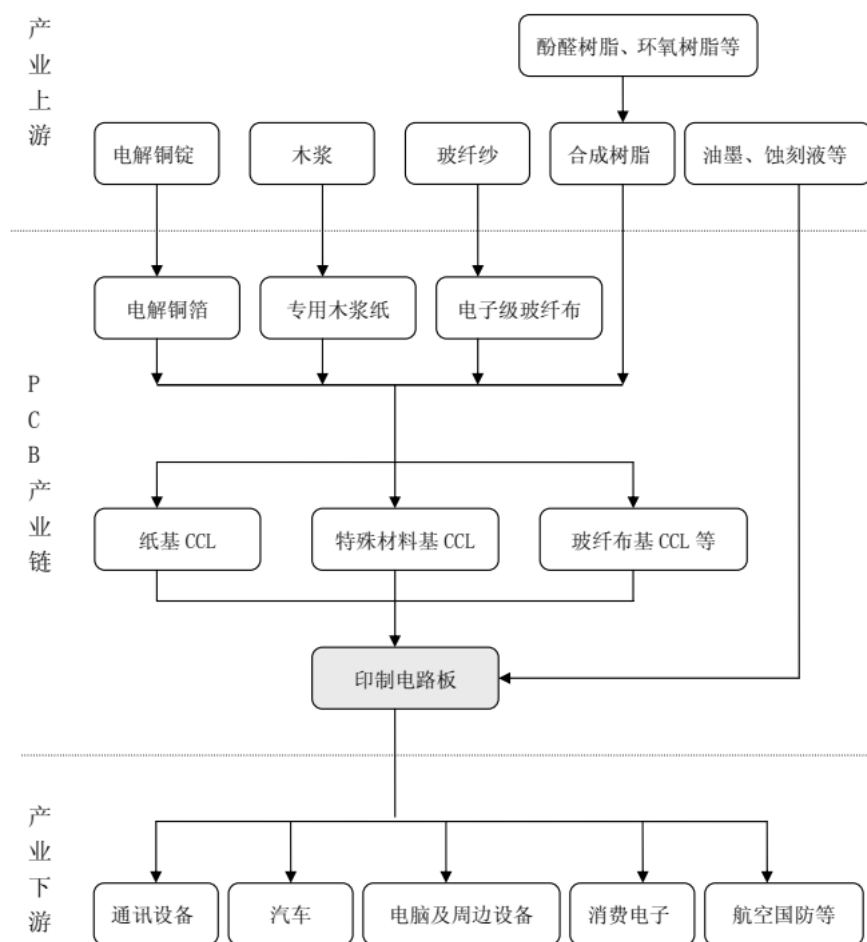
按构造、结构分类	按线路图层次数分类	按工艺要求分类	按基材分类
刚性板	单面板	银 (碳) 跨桥、冲压成孔、NC 机械钻孔	纸基、玻纤布基、
	双面板	冲压成孔、NC 机械钻孔、银 (碳) 贯孔	金属基、陶瓷基
	多层板 (4 层及以上)	NC 机械钻孔 (通孔/盲埋孔)、HDI	特殊材料基、玻纤布基
挠性板	单面板、双面板、多层板	NC 机械钻孔、HDI	聚酰亚胺基、聚酯基
刚挠结合板	单面板、双面板、多层板	机械钻孔 (通孔/盲埋孔)、HDI	玻纤、聚酰亚胺基、聚酯基

资料来源: 公司公告, 国元证券研究所



PCB 行业位于产业链中游，下游涉及多个领域。PCB 行业产业链较长，PCB 的上游主要为铜箔、铜箔基板、玻纤布、树脂等原材料行业，下游主要为电子消费性产品、汽车、通信、航空航天等行业。目前 PCB 对上游产业的依赖程度较高，尤其是 CCL。CCL 是以环氧树脂等为融合剂将玻纤布和铜箔压合在一起的产品，是 PCB 的直接原材料，在经过蚀刻、电镀、多层板压合之后制成印制电路板。下游行业对 PCB 行业发展具有较大的牵引和驱动作用，其需求变化直接决定了 PCB 业未来发展状况，目前通信通讯设备、数据中心基础设施、汽车电子为核心应用领域。

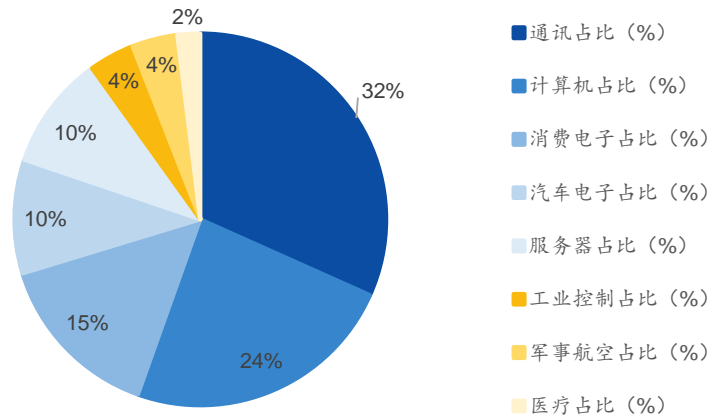
图 10：PCB 位于产业链中游位置



资料来源：公司公告，国元证券研究所

PCB 下游应用广泛，通信板块占比最大。2021 年，在 PCB 应用的下游领域中，通信板块占比为 32%，是第一大板块；其次是计算机行业和消费电子领域，占比 24% 和 15%；再是汽车电子领域，占比 10%。

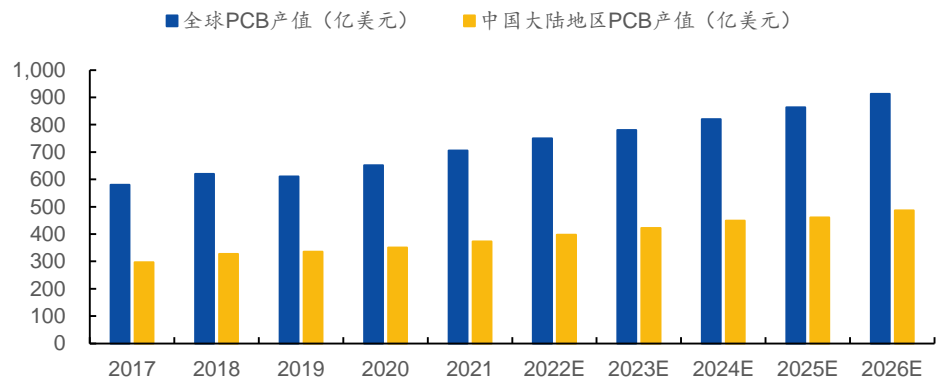
图 11：通信板块占比为 32%，是第一大板块（2021 年）



数据来源：Prismark，华经产业研究院，国元证券研究所

**市场规模稳定增长。**随着 5G 通讯、消费电子、汽车电子等下游增长拉动，全球及中国 PCB 市场规模（产值）将持续稳定增长。从全球市场看，PCB 产值从 2017 年的 580 亿美元提升至 2021 年的 705.1 亿美元，实现 5% 的 CAGR，预计 2026 年达到 912.77 亿美元。从中国市场看，中国大陆地区 PCB 产值从 2017 年的 297.32 亿美元增长到 2021 年的 373.28 亿美元，实现 CAGR 为 5.85%，预计 2026 年达到 486.18 亿美元。

图 12：全球及中国 PCB 市场规模（产值）将持续稳定增长



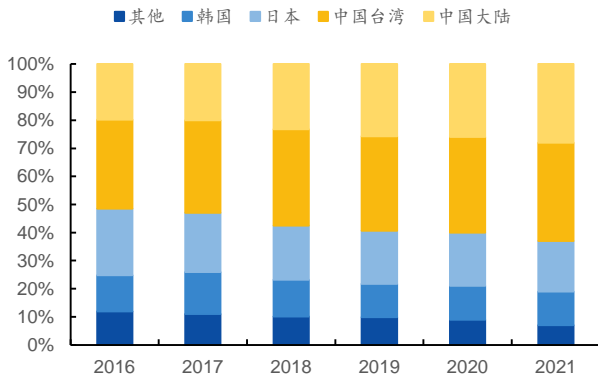
数据来源：亿渡数据，国元证券研究所

**中国成为 PCB 产业中心。**根据 CINNO Research 数据，2016-2021 年，全球 PCB

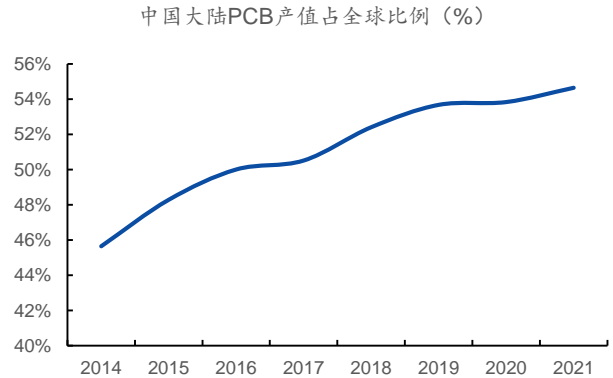
百强企业主要集中在亚洲地区,2021年度上榜中国企业的市场规模占比约为63%,较上一年度上升约2.7个百分点,呈现增长态势。2016年以来,我国大陆PCB产值规模在全球的比重保持在50%以上。随着PCB产业转移的深化,我国PCB产值规模比重将进一步提升。中国企业PCB竞争实力明显增强,中国已成为全球PCB产业中心。

图 13: 全球 PCB 百强企业主要集中在亚洲地区

图 14: 我国 PCB 产值规模比重将进一步提升



数据来源: CINNO Research, 国元证券研究所

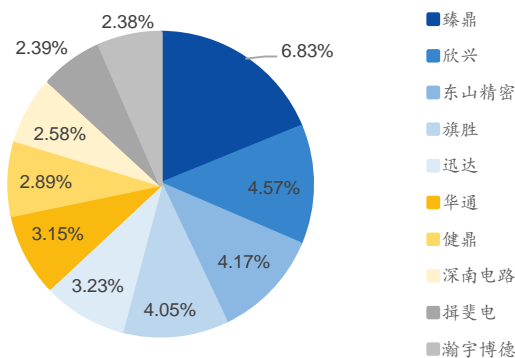


资料来源: Prismark, 华经产业研究院, 国元证券研究所

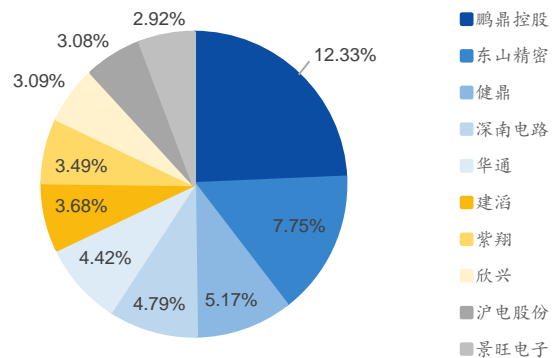
PCB 生产企业众多,行业集中度较低,市场竞争较为充分。2020 年全球 PCB 市场 CR10 为 36.22%,全球 PCB 厂商 Top10 中,中国台湾占据 5 席。2020 年中国 PCB 市场 CR10 为 50.7%,前十大厂商主要为在全球台湾、日本地区龙头 PCB 企业等在中国大陆设立的子公司。整体来看,PCB 行业市场集中度较低,参赛玩家众多,竞争激烈。但由于 PCB 行业生产对技术要求高,具有较高的资金壁垒,且下游客户相对具有一定粘性,进入壁垒高,行业头部企业市占率带来的客户、资金等多重优势有利于市场需求更新技术、扩充产能、收购兼并等,有利于提升行业集中度及推动行业蓬勃发展,未来竞争格局有望缓慢集中。

图 15: 2020 年全球前十大 PCB 厂商市占率 36.22%

图 16: 2020 年中国前十大 PCB 厂商市占率 50.7%



数据来源: 亿渡数据, 国元证券研究所



数据来源: 亿渡数据, 国元证券研究所

## 2.2 通讯板：5G 和 IDC 建设加速，带来 PCB 业务增量

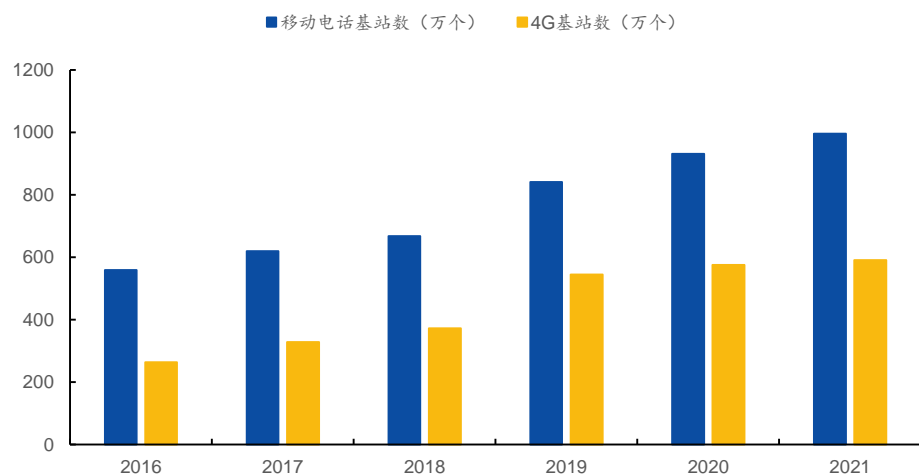
### 2.2.15G 方面：建设持续推进，稳中向好

**5G 建设有利于信号高速传输的高频/高速板需求量大幅上升。**随着 5G 应用生态培育和扩展，5G 势必成为网络基础设施建设最大的推手，随着越来越多的信息数据被生成并以更高的速度移动到越来越多的地方，企业通讯市场板领域价值增长的驱动力也将逐步由 5G 无线侧向网络设备侧迁移，新一代路由器、交换机、服务器等设备将催生对高频高速 PCB 产品的强劲需求，并对其技术层次和品质提出更高的要求。

**5G 基站建设稳步推进。**据工信部数据，2021 年，全国移动通信基站总数达 996 万个，全年净增 65 万个。其中 4G 基站达 590 万个，5G 基站为 142.5 万个，全年新建 5G 基站超 65 万个。截至 6 月末，我国移动通信基站总数达 1035 万个，比上年末净增 38.7 万个。其中，5G 基站总数达 185.4 万个，占移动基站总数的 17.9%，占比较上年末提高 3.6 个百分点，其中 1-6 月份新建 5G 基站 42.9 万个。

**随着基站建设的稳步推进，公司基站方面业绩有望稳中向好。**基站中，PCB 主要用在基站 BBU（背板、单板）、天线侧挂的 RRU 和 5G 的 AAU 中。在 5G 时代的 Massive MIMO 大规模天线阵列，FPGA 芯片、光模块、射频元器件及电源系统将被集成于支持高速、高频的 PCB 板中。5G 基站建设稳步推进为公司基站通信 PCB 业务带来持续订单。

图 17：2021 年全国移动通信基站总数达 996 万个，其中 4G 基站达 590 万个

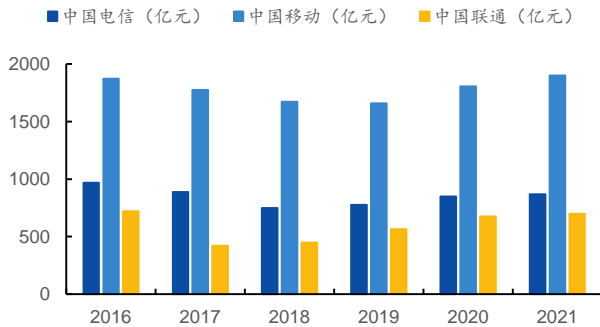


数据来源：工信部，国元证券研究所

**5G 资本开支持续加码。**我国三大运营商（中国移动、中国联通、中国电信）自 2019

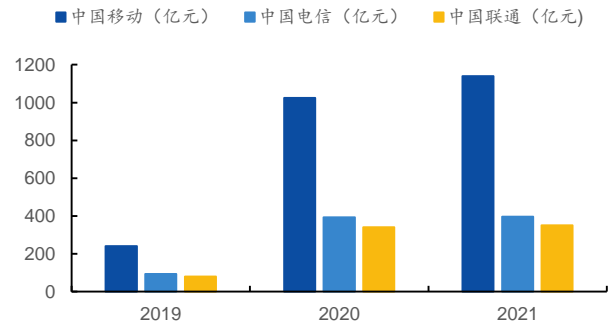
年6月获发5G牌照正式开始5G建设后,资本支出持续加码,5G投资额明显增加,其中中国移动2019-2021年5G投入资金总量约为2405亿元;中国电信2019-2021年5G资金投入总量约为879亿元,中国联通2019-2021年5G资金投入总量约为769亿元。运营商的资本开支直接带动主设备、传输网设备以及上游各类元器件的销售,将对经济带来直接的拉动。

图 18: 三大运营商资本开支持续加码



数据来源: 同花顺 ifind, 国元证券研究所

图 19: 三大运营商 5G 投资额不断增加



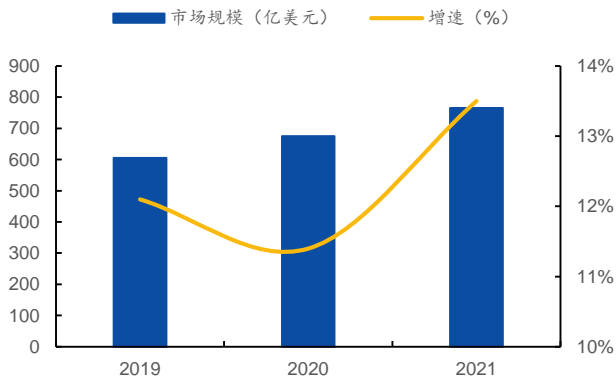
资料来源: 公司公告, 国元证券研究所

### 2.2.2 数据中心: 数通市场量价齐升, 通信 PCB 行业发展迎新机遇

**数据中心建设将催生 PCB 产品的强劲需求。**2022 年,我国已正式启动“东数西算”工程,全球范围内大型云服务和互联网厂商对数据中心基础设施的投资也不会停滞。随着云计算、大数据、超高清视频、人工智能、5G 行业应用等领域对运算能力、数据交互需求的迅速提升,其对功率和带宽的要求也变得愈发紧迫,并推动服务器、交换机、路由器等网路设备的扩容与升级。新一代路由器、交换机、服务器等设备将催生对高频高速 PCB 产品的强劲需求,并对其技术层次和品质提出更高的要求。

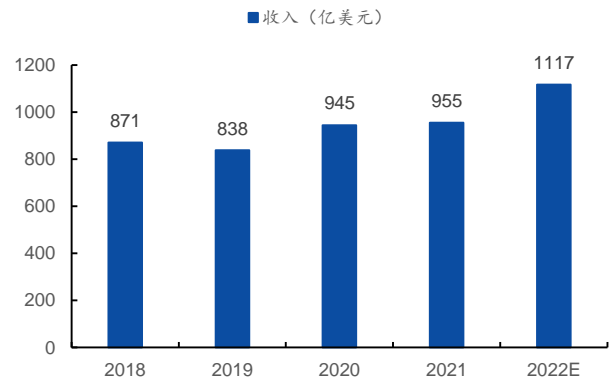
**全球数据中心规模持续增长。**根据科智咨询数据,2021 年,全球数据中心市场规模达到 765.6 亿美元,同比增长达到 13.5%,是同期 GDP 增速的 2 倍多,预计未来几年仍将保持 10% 以上的增长速度。此外,根据 Counterpoint 数据,2022 年全球服务器市场的收入将同比增长 17%,达到 1117 亿美元,预计未来几年将促进数据中心规模保持平稳增长。

图 20: 2021 年全球数据中心市场规模达到 765.6 亿美元



数据来源: 科智咨询, 国元证券研究所

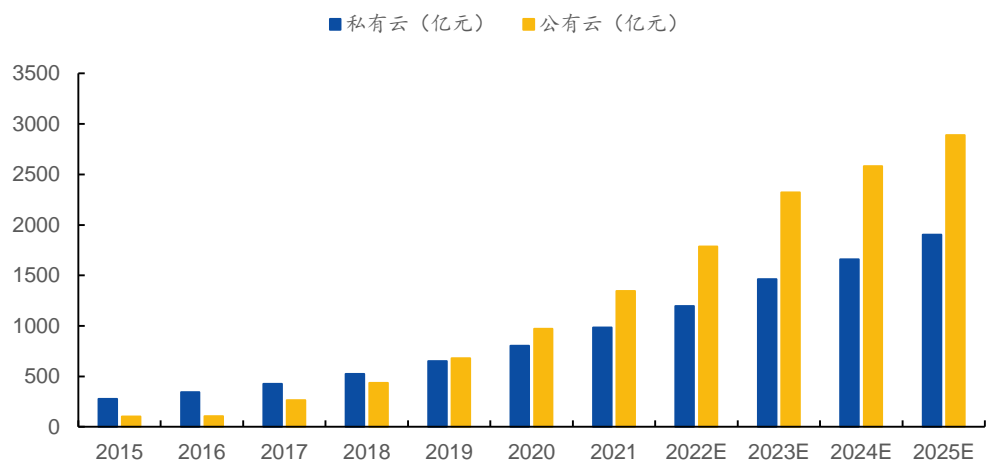
图 21: 2022 年全球服务器市场的收入将达到 1117 亿美元



数据来源: Counterpoint, 国元证券研究所

我国云计算市场持续高速增长, 进一步刺激上游需求。根据艾媒网数据显示, 2021 年中国云计算市场规模达到 2330.6 亿元, 受新基建等政策的影响, 以及企业数字化转型的需求增加, 企业对云计算的服务需求持续增长, 将加速中国云计算市场的发展, 预计 2022 年达到 2983.4 亿元。此外, 根据信通院数据, 2021 年中国云计算总体处于快速发展阶段, 市场规模达 3229 亿元, 同比增长 54.4%, 其中, 公有云规模增长达 70.8% 至 2181 亿元, 有望成为未来中国云计算市场增长的主要动力。

图 22: 我国云计算市场持续高速增长, 公有云有望成为未来市场增长的主要动力



数据来源: 艾媒网, 国元证券研究所

服务器平台升级, 要求 PCB 板层数增加, 性能提升。根据英特尔和 AMD 公告, 英特



尔和AMD宣布将在下一代服务器处理器应用PCIe5.0以满足AI和云端应用对超高带宽的需求，英特尔将在2020-2023年发布Whitley和Eagle Stream平台，AMD将在2020-2021年发布Milan、Genoa产品，新产品关键元器件的各方面要求都将发生较大变化，将催生对高频高速PCB产品的强劲需求。PCB板作为服务器的关键元器件，需要提高相应性能以适应服务器升级：1)层数增加，将从10层以下增加至16层以上；2)传输速率提升，服务器平台每升级一代传输速率将翻一倍；3)可高频高速工作，要求PCB板采用Very Low Loss或Ultra Low Loss等级覆铜板材料制作；4)低介电常数(Dk)和低介质损耗因子(Df)要求继续降低，要求典型Df值降至0.005以下，Dk值降至3.3-3.6。

**表 4：服务器平台升级，要求 PCB 板层数增加，性能提升**

总线标准	对应平台	应用时间	主板层数	覆铜板材料	对应介电损耗	对应插损 (dB/inch)
PCIe3.0	Purley	2017	10层及以下	Mid Loss	0.01-0.015	≤0.65
PCIe4.0	Whitley	2020	12-14层	Low Loss	0.005-0.01	≤0.55
PCIe5.0	Eagle Stream	2022-2023	16层以上	Very/Ultra Low Loss	≤0.005	≤0.45

数据来源：Prismark，台光，台耀，联茂，亿渡数据，国元证券研究所

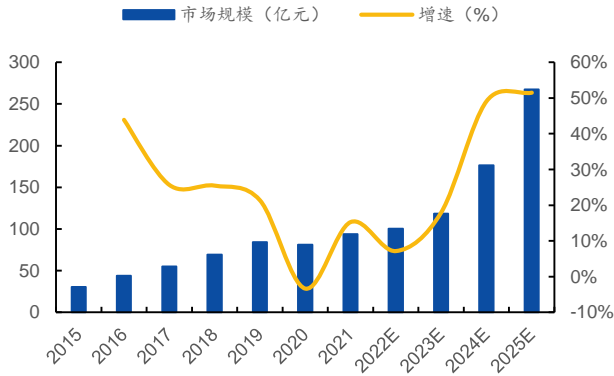
## 2.3 汽车板：智能化+网联化，驱动拉升 PCB 需求

**汽车智能化和网联化拉动 PCB 需求。**汽车行业正在经历电气化、智能化和网联化等多种颠覆性趋势变化，随着越来越多的电子技术应用到汽车系统，汽车电子在整车制造成本中的占比不断提高，汽车电子已成为衡量现代汽车水平的重要标志，对汽车板性能和可靠性的要求不断提高，汽车板产业渐变之中蕴涵无限机遇，每辆车所含 PCB 比率也在持续增长。

### 2.3.1 智能化：自动驾驶+多屏化利好 PCB 行业发展

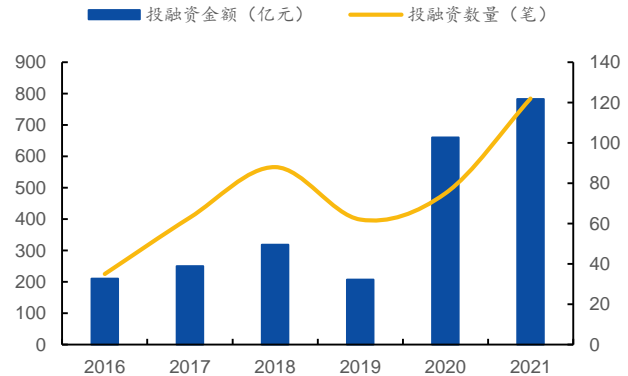
**汽车智能化趋势明确，自动驾驶汽车不断增多。**根据艾媒网数据显示，行业整体保持着稳定增长的态势，2022年无人驾驶汽车市场规模将达100.4亿元，预计2025年前后将迎来规模性产业化契机。2021年中国无人驾驶汽车行业投融资金额为782.4亿元，投融资数量为122笔，无人驾驶技术公司受到资本的关注。在政策、技术发展、社会需求等多维度因素的推动下，无人驾驶汽车的应用更加广泛，使自动驾驶的服务需求持续增长。

图 23：无人驾驶汽车市场规模不断扩张



数据来源：艾媒网，国元证券研究所

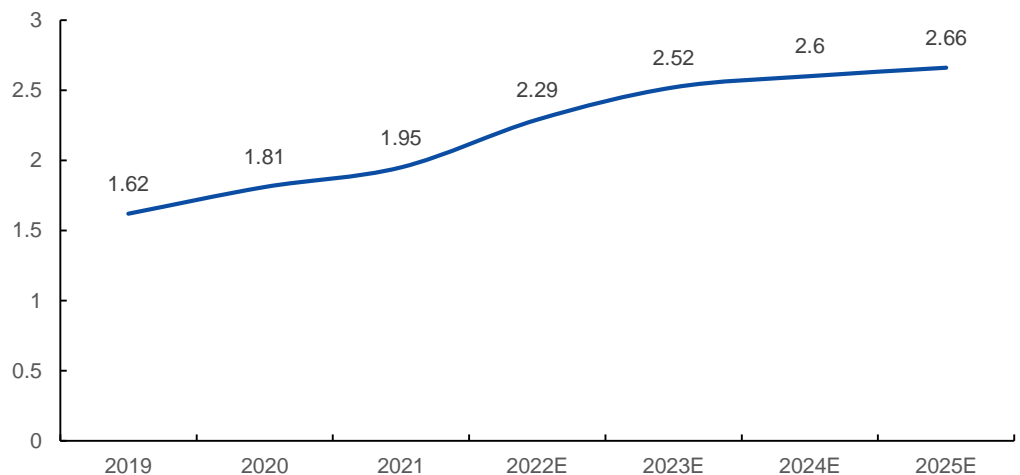
图 24：无人驾驶汽车行业投融资金额持续增长



数据来源：艾媒网，国元证券研究所

智能汽车的多屏化发展趋势将带动对 PCB 的需求。车载显示屏内部含有印刷电路板，用来支持显示屏通信、数据传输、触碰显示等功能。随着汽车智能座舱发展，每辆汽车的车载显示屏平均数量的不断提升，将带动 PCB 的需求持续增长。未来新车型平均屏幕数量预计保持高增长，根据佐思汽研数据预测，2019-2025 年新上市车型平均屏幕数量将呈现快速增长，由 2019 年 1.62 个增长至 2025 年 2.66 个，多屏将逐渐成为新车标配。

图 25：新上市车型平均屏幕数量（单位：个）

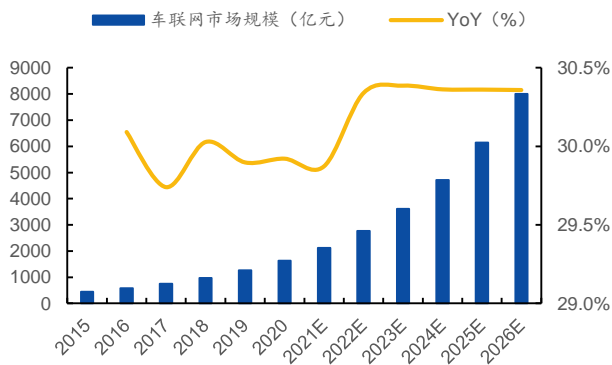


数据来源：佐思汽研，国元证券研究所

### 2.3.2 网联化：通信模组需求带动 PCB 市场繁荣

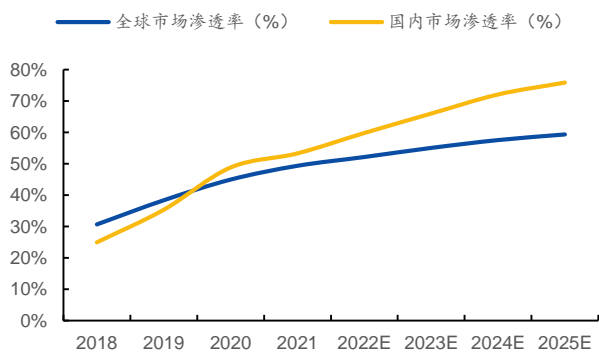
我国车联网处于高速发展期。在整体车联网趋势下，目前国内市场渗透率高于全球渗透率。预计 2022 年中国车联网市场规模将达到 2771 亿元，同比增速保持在 30% 上下。根据亿欧智库预测，未来至 2025 年，我国车联网渗透率将进一步拉开和全球车联网行业平均渗透率的差距，国内车联网行业一片景气。

图 26：目前我国处于 5G+车联网行业发展期



数据来源：亿欧智库，前瞻产业研究院，国元证券研究所

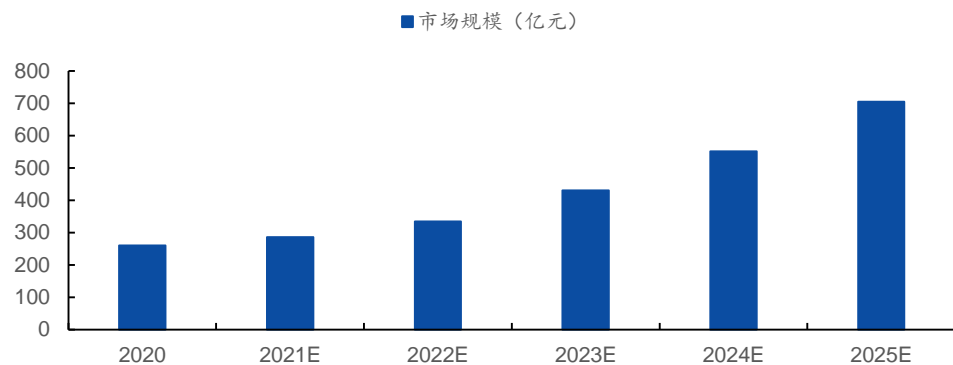
图 27：预计我国车联网行业渗透率持续提升



数据来源：IHS Markit，亿欧智库，国元证券研究所

车联网中 T-BOX 需求上升驱动对 PCB 的需求。T-Box 又称 TCU(车联网控制单元)，是作为用来支持数据收集、数据传输等功能的重要手段，实现车与网之间的连接。T-box 内部由多种电子元器件组成：WIFI 模块、射频电感、功率电感、晶体谐振器、陶瓷谐振器、热敏电阻、电池等等，这些电子元器件的连接都需要 PCB 进行支撑，故 PCB 在 T-Box 中不可或缺。随着智能网联汽车渗透加速，T-BOX 市场规模持续增长。据中汽协数据，2020 年全球 T-BOX 市场规模约为 260 亿元，预计到 2025 年有望突破 700 亿，达到 705 亿元。

图 28：T-BOX 市场规模预计到 2025 年有望突破 700 亿



数据来源：中汽协，华经产业研究院，国元证券研究所

## 2.4 上游原材料成本下行，利好 PCB 厂商盈利

铜料与环氧树脂是 PCB 产品的主要原材料。从 PCB 成本组成来看，覆铜板是 PCB 的重要成本，占比 30%左右，成本波动影响 PCB 价格。此外，制造费用和人工费用占比第二，约为 40%。在覆铜板的成本组成中，铜箔、玻纤布和树脂是最主要的原材料，三大材料总占比超过 80%，其中铜箔占比最高，约 42.10%，其次为树脂，占比为 26.10%。

图 29：PCB 成本组成

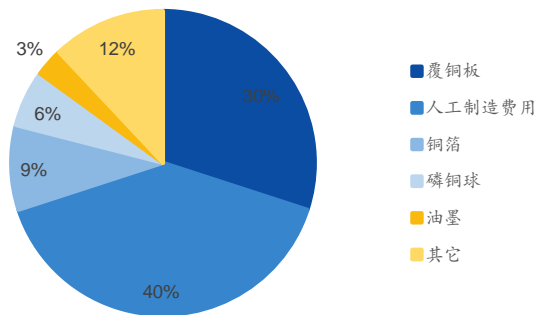
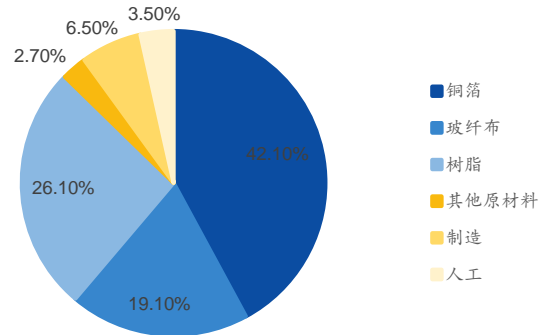


图 30：覆铜板成本组成



数据来源：Prismark, CCLA, 亿渡数据, 国元证券研究所

数据来源：Prismark, CCLA, 亿渡数据, 国元证券研究所

环氧树脂现货价格下行，利好 PCB 厂商降本。环氧树脂是 PCB 重要原材料，主要作为粘结剂、层压材料等，其原材料主要为原油。我国环氧树脂主要依赖于进口，受国际原油价格波动影响大。2021 年环氧树脂价格上涨主要因为国际原油价格上涨、国内“双控双限”政策导致供给不足、叠加风电及涂料行业旺季抢夺产能。环氧树脂价格于 21 年 9 月 23 日达到历史最高价格 37,400 元/吨，21 年 10 月后开始呈现稳步下降趋势，利好下游 PCB 厂商盈利。

图 31：环氧树脂现货价



数据来源：同花顺 ifind, 国元证券研究所

铜作为 PCB 占比最大原材料，铜价下降缓解厂商业绩压力。22 年以来，国际铜价开始呈现下行趋势，改变了 21 年持续维持高位的窘境，利好 PCB 厂商降低原料价格，提升盈利能力。

图 32: LME 铜现货价



数据来源: 同花顺 ifind, 国元证券研究所

### 3. 构筑公司产品护城河，全面优化产能配置

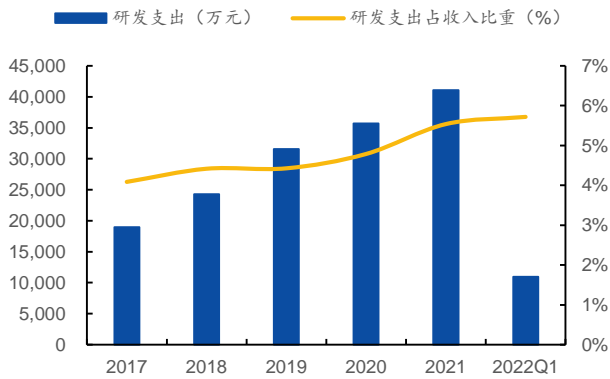
#### 3.1 行业壁垒较高，公司构筑护城河

**PCB 行业壁垒重重，公司具有领先优势。** PCB 行业具有多重壁垒：**(1) 资金和技术壁垒：** PCB 是一个市场细分复杂的行业，根据不同标准可进行多种细分，对于技术稳定性要求高的高端 PCB，生产企业必须具备较雄厚的资金实力和较高的技术水平，产品往往也需经过较长的客户认证过程，加之生产不同种类产品的生产设备不同，而生产设备的价值较高，一般情况难以转售，因此进入和退出的障碍均较高。**(2) 环保壁垒：** 国内外的环保要求越来越严格，PCB 产品的各种标准和指标越来越高，导致企业支付的生产成本上涨，提高了准入门槛，并迫使竞争力弱的企业退出。**(3) 行业认证壁垒：** 从国际安全认证来看，往往是电子元器件的安全认证比整机的安全认证更复杂、认证周期更长、认证费用更高。越是基础材料，认证的要求就越高。高端 PCB 产品还需经过客户的三重认证：针对全厂（品质系统、文件管控、现场管控、环保、安全生产等）的认证；生产线认证（如 HDI、卡板、背板生产线等）；板号认证。因此要达到客户对工厂环保、产品品质和稳定性要求并下订单一般需要 2-3 年的时间，只有实力雄厚、技术先进的 PCB 企业才有能力和财力通过客户的认证并顺利拿到订单，这对于新进入者来说是一个障碍。

**研发人员和研发投入稳步增加，构筑公司产品护城河。** 2022Q1，公司研发投入总额为 1.10 亿元，占营业收入的 5.72%。公司研发人数不断增加，2021 年达到 992 人。2021 年公司研发投入约 4.11 亿元，先后取得 10 项发明专利、8 项实用新型专

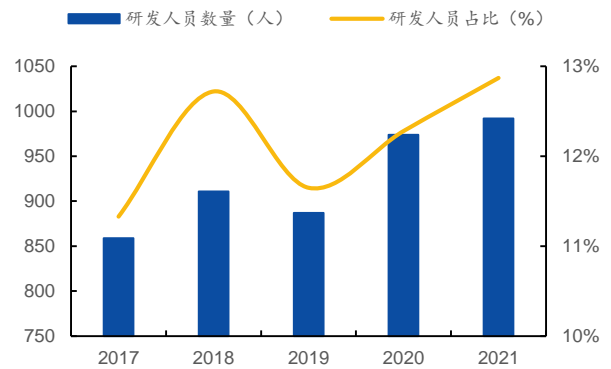
利。公司积极主动与国内外终端客户展开多领域深度合作，直接或间接参与多个新产品、新工艺、新项目的研发，成功开发多款新产品并导入量产。

图 33：2022Q1 年公司研发总额为 1.10 亿元



数据来源：同花顺 ifind, 国元证券研究所

图 34：2021 年公司研发人数达到 992 人



数据来源：同花顺 ifind, 国元证券研究所

表 5：公司直接或间接参与多个新产品、新工艺、新项目的研发

主要研发项目名称	项目目的	预计对公司未来发展的影响
高速材料的测试评估及开发	以下一代服务器平台、高阶数据中心交换机等应用领域产品作为开发的目标。	强化公司企业通讯市场板在核心产品应用领域的竞争优势，提高客户黏着度。
信号完整性的性能提升研究		
混压技术、高密集成技术的研究及开发		
半导体芯片测试印制电路板研发	以半导体芯片测试用 Probe card、Load board 及 Burn in board 作为产品开发的目標。	培育半导体芯片测试应用市场，逐步形成竞争优势。
车载域控制器高阶 HDI 产品研发	实现车载自动驾驶对 PCB 功能高度集的要求。	
车载动力系统高电压线路板的研发	实现新能源汽车三电系统对 PCB 高压能力的要求。	
车载动力系统埋嵌组件线路板的研发	实现功率组件和 PCB 的高度融合，以提升动力系统的功率密度及能耗优化。	紧跟汽车电气化、智能化和网联化的变化趋势，强化公司汽车板竞争优势，提高客户黏着度。
陶瓷板真空溅镀技术的研发	满足车载高散热组件对 PCB 的要求。	
脉冲电镀技术及水平三合一电镀技术的研发	提升电镀填孔能力，以满足对 PCB 逐渐增加的高密度和信赖性要求。	
车载雷达垂直互联线路板技术的研发	实现新一代 4D 车载雷达应用技术对 PCB 的要求。	

资料来源：公司公告，国元证券研究所



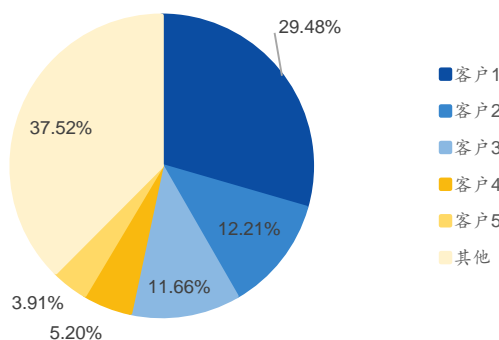
多重产品巩固公司优势。在通讯、高速网路设备、数据中心等领域，次世代服务器平台印制电路板已进入客户样品打样阶段；高阶数据中心交换机印制电路板中用于400G交换机的产品已批量生产，用于Pre800G交换机的产品已完成技术测试和小批量生产，基于112G交换芯片的800G交换机产品正在开发测试；高速Interposer印制电路板中对于使用Class5-7等级高速材料的3阶HDI产品已经实现量产，4阶HDI产品已进入客户样品打样阶段，5阶以上HDI产品正在开发测试。在汽车电子领域，公司与客户在新能源车三电系统，自动驾驶，智能座舱，车联网等方面深度合作，开展关键技术的研发，深度参与客户前期设计及验证，并投入更多资源用于汽车高阶HDI及Anylayer技术的可靠性评估和研发。在具体产品方面，应用于4D车载雷达，自动驾驶域控制器，智能座舱域控制器，车载网关等领域的产品已实现量产。

### 3.2 深度绑定下游客户，客户资源稳定且优质

行业客户粘性较大，客户更换供应商意愿低。由于PCB产品具有定制性的特征，大型客户的认证需要经过产品验证、厂房审核、小批量试产、大批量试产等多个阶段，一般需要2-3年以上的积累。所以，相较而言PCB行业客户粘性较大，一般不愿意无故更换供应商。

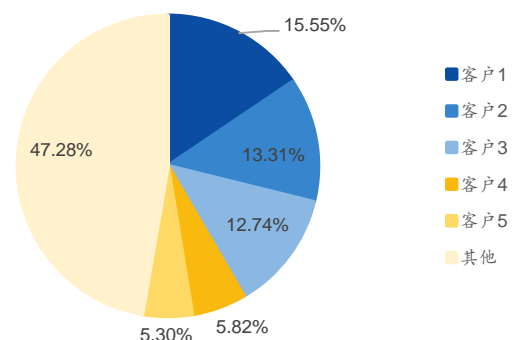
公司深度绑定下游优质客户，客户资源集中，注重与客户关系，客户结构不断优化。公司业绩超过一半来源于前五大客户，达成深度合作。公司致力于在不同地区和不同产品领域坚持开发新客户，实现客户资源的适度多样化，从2020年到2021年，前五大客户业绩份额占比在减少，客户依赖度降低。通过以上举措，公司与国内外主要客户在PCB主要产品领域建立了稳固的业务联系，多次获得上述客户“最佳质量表现奖”、“最佳合作供应商”、“金牌供应商”等奖项。

图 35：2020 年沪电股份前五大客户



数据来源：公司公告，国元证券研究所

图 36：2021 年沪电股份前五大客户



数据来源：公司公告，国元证券研究所

### 3.3 优化产能布局，几大工厂各司其职

沪电股份主要生产工厂有沪利微电、黄石一厂、黄石二厂和青淞工厂，几大工厂彼此互补。高端汽车板主要是沪利微电工厂的主要业务，黄石一厂主要业务为企业通讯市场板，未来公司将青淞工厂 16 层以下 PCB 产品以及沪利微电中低阶汽车 PCB 产品加速向黄石厂转移。黄石二厂的主要产品为汽车板，设有汽车专线；青淞工厂主要业务为企业通讯市场板。公司预计将在 2022 年扩充黄石一厂和黄石二场 20% 产能，设计产能最终实现 300 万平方米的年产能，以满足客户需求，应对价格竞争。在向黄石厂转移产能的同时，对青淞工厂、沪利微电优先采用更新改造瓶颈制程的方式进行升级。

表 6：几大工厂各司其职

厂区	产品
青淞	企业通讯市场板
沪利微电	高端汽车板
黄石一厂	企业通讯市场板 16 层以下 PCB 产品 中低阶汽车 PCB 产品
黄石二厂	汽车板专线

资料来源：公司公告，国元证券研究所

**拓展海外生产基地。**在对海外低成本地区充分调研评估的基础上，决议在泰国投资新建生产基地，投资金额约 2.8 亿美元。近年来，公司海外客户普遍关注并加强地缘区域风险分散战略的实施，公司产能目前集中在国内，在泰国投资新建生产基地，可以更好地开拓和应对海外客户的需求，有效提升公司规模、公司行业竞争力、海外市场占有率和公司整体的抗风险能力。

未来公司仍将立足于印制电路板主业，以中高端企业通讯市场板、汽车板为核心产品，继续实施既定的差异化产品竞争战略，持续投入研发，提高公司的规模经济效益，提高产能利用率及良品率，依靠技术优势、较高的产品品质、较短的交期、较低的成本和较高的财务抗风险能力获取竞争优势，逐步缩短与顶尖竞争者的差距，进一步提升公司的核心竞争力。

## 4. 盈利预测与估值分析

### 4.1 核心假设

公司是 PCB 行业领军者之一，近两年业务受到上游原材料价格、汇率、疫情等因素影响有所波动，但目前持续向好。预计未来随着 5G、IDC 建设的持续推进，以及汽车智能化的不断发展，将带动 PCB 量价上升，公司盈利能力有望显著提升。

我们预测公司 2022-2024 年企业通讯市场板同比增长 9.89%、14.21%、13.17%；汽车板同比增长 38.23%、30.06%、25.89%；办公及工业设备板同比增长 23%、30%、20%；消费电子板同比增长 19.98%、10.11%、10%；其他收入年均同比增长 10%。

### 4.2 盈利预测

预计 2022-2024 年公司收入分别为 87.00 亿、103.87 亿、121.82 亿，净利润为 13.75 亿、17.86 亿、22.04 亿，对应当前股价的 PE 为 18.10、13.94、11.29。

表 7：盈利预测

财务数据及估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	7460.02	7418.71	8700.11	10387.81	12182.26
收入同比 (%)	4.65	-0.55	17.27	19.40	17.27
归母净利润(百万元)	1342.81	1063.50	1375.06	1785.65	2204.47
归母净利润同比 (%)	11.35	-20.80	29.30	29.86	23.45
ROE (%)	21.37	14.70	16.62	18.36	19.26
每股收益 (元)	0.71	0.56	0.72	0.94	1.16
市盈率(P/E)	18.53	23.40	18.10	13.94	11.29

资料来源：同花顺 ifind，国元证券研究所

相较可比公司，存在一定估值优势。同时考虑公司作为高端 PCB 龙头企业，技术领先，给予一定估值溢价。

首次覆盖，给予“增持”评级。

**表 8：相对可比公司，沪电股份存在估值优势**

公司代码	公司名称	市值 (亿元)	收盘价 (元)	EPS(元)		PE (倍)	
				2022E	2023E	2022E	2023E
002916.SZ	深南电路	479.13	93.42	3.59	4.37	26.03	21.38
603920.SZ	世运电路	94.74	17.80	0.79	1.13	22.68	15.73
688183.SH	生益电子	102.56	12.33	0.46	0.58	27.04	21.42
<b>平均值</b>						<b>25.25</b>	<b>19.51</b>
002463.SZ	<b>沪电股份</b>	248.84	13.12	0.72	0.94	18.10	13.94

资料来源：Wind、国元证券研究所（收盘价日期为 2022/08/12，除沪电股份外，其他公司均使用 Wind 一致预期预测数据）

## 5. 风险提示

原物料供应及价格波动风险，市场竞争加剧的风险，汇率波动的风险。

**财务预测表**

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	4997.30	5777.28	7441.66	10456.28	12296.41
现金	933.80	1191.12	2381.87	3822.72	5476.81
应收账款	1687.98	1972.86	2143.10	3273.67	3000.11
其他应收款	32.05	76.22	89.39	106.73	125.17
预付账款	13.36	13.63	15.76	18.84	22.11
存货	1425.04	1840.81	2129.47	2544.47	2987.09
其他流动资产	905.07	682.63	682.06	689.84	685.11
<b>非流动资产</b>	4558.68	5871.38	5272.45	5156.40	4808.63
长期投资	86.65	50.35	68.50	59.42	63.96
固定资产	2627.77	2570.11	2545.94	2396.27	2150.02
无形资产	105.01	104.32	97.33	90.83	84.08
其他非流动资产	1739.24	3146.60	2560.68	2609.88	2510.56
<b>资产总计</b>	9555.97	11648.66	12714.11	15612.68	17105.04
<b>流动负债</b>	2869.19	4016.22	4038.51	5488.23	5260.88
短期借款	857.50	1576.72	1217.11	1396.92	1307.02
应付账款	1258.95	1700.72	1740.40	2215.18	2520.92
其他流动负债	752.74	738.77	1080.99	1876.13	1432.95
<b>非流动负债</b>	403.87	398.11	401.35	399.73	400.54
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	403.87	398.11	401.35	399.73	400.54
<b>负债合计</b>	3273.06	4414.33	4439.86	5887.96	5661.42
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	1724.38	1896.66	1896.66	1896.66	1896.66
资本公积	404.85	300.09	300.09	300.09	300.09
留存收益	4168.81	4911.67	6002.23	7427.38	9158.93
归属母公司股东权益	6282.92	7234.33	8274.26	9724.72	11443.62
<b>负债和股东权益</b>	9555.97	11648.66	12714.11	15612.68	17105.04

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流</b>	1565.37	1410.43	1874.41	1772.43	2204.88
净利润	1342.81	1063.50	1375.06	1785.65	2204.47
折旧摊销	332.26	345.59	337.45	365.36	385.91
财务费用	-3.19	-72.49	30.45	-30.74	-91.44
投资损失	30.03	11.77	11.77	11.77	11.77
营运资金变动	-165.71	-55.91	-197.99	-293.54	-373.56
其他经营现金流	29.17	117.98	317.66	-66.07	67.74
<b>投资活动现金流</b>	-1441.75	-1521.18	-47.00	-153.51	-95.32
资本支出	374.73	503.65	67.32	117.26	87.36
长期投资	119.56	-6.41	-37.16	18.58	-9.29
其他投资现金流	-947.46	-1023.94	-16.84	-17.67	-17.25
<b>筹资活动现金流</b>	117.69	184.96	-636.66	-178.07	-455.46
短期借款	340.21	719.22	-359.61	179.81	-89.90
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	-0.34	172.28	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	74.21	-104.76	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-296.39	-601.78	-277.05	-357.88	-365.56
现金净增加额	230.98	68.29	1190.75	1440.85	1654.09

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	7460.02	7418.71	8700.11	10387.81	12182.26
营业成本	5194.69	5402.67	6247.57	7466.50	8764.52
营业税金及附加	56.74	56.76	66.56	79.47	93.20
营业费用	227.70	222.26	260.65	311.22	364.98
管理费用	144.42	152.15	178.43	213.04	249.84
研发费用	357.18	410.86	450.00	420.00	400.00
财务费用	-3.19	-72.49	30.45	-30.74	-91.44
资产减值损失	-88.52	-126.85	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	8.47	1.27	0.00	0.00	0.00
投资净收益	-30.03	-11.77	-11.77	-11.77	-11.77
<b>营业利润</b>	1456.74	1193.44	1547.32	2009.04	2481.96
营业外收入	3.31	6.54	4.93	5.73	5.33
营业外支出	2.58	0.72	1.65	1.19	1.42
<b>利润总额</b>	1457.47	1199.26	1550.59	2013.58	2485.87
所得税	114.66	135.76	175.53	227.94	281.40
<b>净利润</b>	1342.81	1063.50	1375.06	1785.65	2204.47
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>归属母公司净利润</b>	1342.81	1063.50	1375.06	1785.65	2204.47
EBITDA	1785.81	1466.53	1915.22	2343.67	2776.42
EPS (元)	0.78	0.56	0.72	0.94	1.16

**主要财务比率**

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	4.65	-0.55	17.27	19.40	17.27
营业利润(%)	7.65	-18.07	29.65	29.84	23.54
归属母公司净利润(%)	11.35	-20.80	29.30	29.86	23.45
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	30.37	27.18	28.19	28.12	28.06
净利率(%)	18.00	14.34	15.81	17.19	18.10
ROE(%)	21.37	14.70	16.62	18.36	19.26
ROIC(%)	31.40	21.79	30.54	38.30	45.77
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	34.25	37.90	34.92	37.71	33.10
净负债比率(%)	32.31	35.74	29.68	24.59	24.42
流动比率	1.74	1.44	1.84	1.91	2.34
速动比率	1.21	0.95	1.28	1.41	1.73
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.84	0.70	0.71	0.73	0.74
应收账款周转率	4.12	3.99	4.16	3.78	3.83
应付账款周转率	3.91	3.65	3.63	3.78	3.70
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.71	0.56	0.72	0.94	1.16
每股经营现金流(最新摊薄)	0.83	0.74	0.99	0.93	1.16
每股净资产(最新摊薄)	3.31	3.81	4.36	5.13	6.03
<b>估值比率</b>					
P/E	18.53	23.40	18.10	13.94	11.29
P/B	3.96	3.44	3.01	2.56	2.17
EV/EBITDA	12.54	15.27	11.69	9.55	8.06

## 投资评级说明:

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	预计未来 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 10%以上
增持	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	预计未来 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来 6 个月内, 行业指数表现劣于市场指数 10%以上
卖出	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

## 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力, 本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论, 结论不受任何第三方的授意、影响。

## 证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式, 指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向客户发布的行为。

## 一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司(以下简称“本公司”)在中华人民共和国内地(香港、澳门、台湾除外)发布, 仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告, 则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议, 国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况, 以及(若有必要)咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下, 本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

## 免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有, 未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与本公司研究所联系。 网址: www.gyzq.com.cn

## 国元证券研究所

合肥	上海
地址: 安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址: 上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编: 230000	邮编: 200135
传真: (0551) 62207952	传真: (021) 68869125
	电话: (021) 51097188